



*Documentos de Trabajo de la Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales*

2013/82

octubre 2013

**REFLEXIONES SOBRE LA APLICACIÓN DE LA INSTITUCIÓN DEL VOTO VACÍO (*EMPTY VOTING*) EN LAS
SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA**

(Thoughts on the applicability of the empty voting in limited liability companies)

EMILIO DÍAZ RUIZ
PROFESOR TITULAR DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Complutense de Madrid
Sección Departamental de Derecho Mercantil
Campus de Somosaguas
Pozuelo de Alarcón
28223 Madrid
00 34 -913 94 24 68

<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional *EPrints Complutense*

<http://www.ucm.es/eprints>

Copyright © 2013 por el autor

REFLEXIONES SOBRE LA APLICACIÓN DE LA INSTITUCIÓN DEL VOTO VACÍO (*EMPTY VOTING*) EN LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA¹

(Thoughts on the applicability of the empty voting in limited liability companies)

EMILIO DÍAZ RUIZ
PROFESOR TITULAR DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

RESUMEN: El denominado “voto vacío”, comenzó a estudiarse en Estados Unidos ya en los años 60 del siglo XX, aunque los estudios más abundantes, profundos y puestos al día se han publicado en la primera década del XXI, por razón sobre todo de la actividad de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) cuyas actividades, sobre todo en el ámbito de los países anglosajones, pero también en Europa, han dado lugar a una cierta disociación entre los derechos de propiedad y los derechos de voto y su ejercicio, con consecuencias importantes en la toma de decisiones por las juntas generales de las compañías cotizadas, sin que se haya considerado su potencial influencia en la toma de decisiones por las que no cotizan, y en nuestro país en concreto por las sociedades de responsabilidad limitada, donde sin embargo, es más fácil que pueda existir, de forma continuada, esta falta de paralelismo o disociación entre el poder político y los derechos económicos, por existir la posibilidad de participaciones con voto plural. Este trabajo plantea algunas reflexiones sobre esta posibilidad de divergencia entre el derecho de voto y los derechos económicos en el ámbito de las sociedades de responsabilidad españolas.

PALABRAS CLAVE: voto vacío; participaciones con voto plural; derivados financieros; sociedades de responsabilidad limitada.

ABSTRACT: The so-called “empty voting” has been analyzed in the US since the 60’s of the XX century, though the most abundant, deepest and updated studies have been published in the first decade of the XXI century, especially in the anglosaxon countries, but also in Europe, have provoked a certain de-coupling between the rights of ownership and the rights of vote and their exercise, with relevant consequences in the making of decisions by the general assemblies of the listed companies, but not having being studied the potential consequences for non-listed companies, and in our country, especially for the limited liability companies (*sociedades de responsabilidad limitada*), wher, however, it is easier that, on an ongoing basis, this de-coupling occurs, since shares with multiple voting rights are permitted. This work contains some thoughts on this potential de-coupling between voting and economic rights in the realm of the Spanish limited liability companies.

KEYWORDS:empty voting; shares with multiple voting rights; financial derivatives; limited liability companies.

¹ Texto de la comunicación presentada en el XI Seminario Harvard-Complutense, celebrado los días 7, 8 y 9 de octubre de 2013 en la Harvard Law School/Real Colegio Complutense con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notaria de Madrid.

SUMARIO

- I. Voto vacío: consideraciones generales
- II. Las participaciones de voto plural y las participaciones sin voto
- III. Los derivados financieros
- IV. El voto vacío y las sociedades de responsabilidad limitada
- V. Soluciones frente al uso indebido del *empty voting*

I. Voto vacío: consideraciones generales.

El concepto de voto vacío surge en Estados Unidos, como un modo de manifestar los problemas que surgen cuando se produce un desequilibrio o disociación (*de-coupling*) entre los derechos de voto que corresponden a una persona o entidad, normalmente inversores institucionales y, más frecuentemente, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y su efectiva participación en el capital social de sociedades cotizadas. Se ha querido ver el inicio del análisis de esta situación en algún trabajo de mediados del siglo XX², si bien no es hasta la década de los años 90 de ese siglo y, más claramente aún, en lo que llevamos del presente siglo XXI, cuando se convierte en un tema recurrente, y al que se da cada vez mayor relevancia³. Este interés, evidente, como se ha dicho, en Estados Unidos⁴, se ha ido expandiendo a otros países; así, buena prueba del interés despertado en países vecinos es la repercusión que ha tenido un caso judicial en la Columbia británica, cuando un *hedge fund* norteamericano (Mason Capital Management, LLC) solicitó una convocatoria de junta a una compañía canadiense (Telus Corp), y en el que, tras una primera sentencia favorable a las tesis de Telus Corp sobre la posibilidad de bloquear las decisiones aprobadas a causa de un voto vacío, el Tribunal de Apelación de la Columbia británica ha venido a revocar esa sentencia y favorecer la posición de Mason Capital Management, LLC, remitiéndose a cambios legislativos y reglamentarios para poder actuar en su contra (la sentencia es de noviembre de 2012). En Europa, esta inquietud norteamericana también ha tenido alguna consecuencia, de momento muy limitada, y así el 29 de 2012 ESMA hizo público un documento en el que resume los estudios realizados sobre esta cuestión del voto vacío y los resultados de una “*call for evidence on empty votings*” solicitud de evidencia

² Se suele significar como el primer teórico que trató de este tema a H. Manne, en su publicación “Some theoretical aspects of share voting: an essay in honour of Adolf A. Berle”, *Columbia Law Review* (1964), págs. 1427 y ss.

³ Así, pueden verse los trabajos, ya clásicos, de los profesores H. T. C. Hu y B. Black “*The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*”, *Southern California Law Review* (2006), págs. 811 y ss., y “*Equity and debt decoupling and empty voting II: importance and extensions*”, *University of Pennsylvania Law Review* 156 (2008), págs. 626 y ss. y “*Hedge funds, insiders under de-coupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership*”, *Journal of Corporate Finance* XIII (2007), págs. 343 y ss.

⁴ Un resumen general de la situación en Estados Unidos puede verse en “*Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations*”, RRC Institute (Rock Center for Corporate governance, Stanford), octubre de 2010

sobre voto vacío) que lanzó en septiembre de 2011. Entre otras cosas, se concluye que no ha habido evidencias suficientes que demuestren el uso persistente o al menos habitual del voto vacío en los países miembros. En este sentido, es importante hacer notar que ESMA entiende que es una cuestión muy compleja, sin que pueda identificarse una única forma o fórmula de establecer la existencia de voto vacío, aunque la mayoría de los casos en los que éste se puede detectar es cuando existe préstamo de acciones, pero puede darse en otras circunstancias que, a su vez, están muy relacionadas con otros temas, que incluyen la utilización de derivados, cuentas globales de depósito, asesoría en caso de representación en las juntas, etc. sin que quepa una solución unívoca. Del mismo modo, concluye que las principales consecuencias negativas son la falta de transparencia, y que en todo caso en cada mercado local o nacional las circunstancias y consecuencias son muy distintas, por lo que no parece pertinente tratar de alcanzar una solución a nivel europeo. En este sentido, la conclusión final es que ESMA entiende que de la información recibida no resulta existir un argumento decisivo para justificar cualquier actuación normativa a nivel europeo, ni, en el momento actual, tiene intención de llevar a cabo análisis adicionales sobre esta cuestión, especialmente considerando que la Directiva sobre Transparencia⁵ y el Reglamento sobre Ventas en Corto⁶ cubren en gran parte los problemas que podrían derivarse de un uso indebido del voto vacío para alterar los precios de mercado a favor de una posición corta, que normalmente es lo que se suele perseguir cuando se produce este desajuste entre propiedad y voto. Termina este documento de ESMA haciendo un análisis de diversos movimientos producidos en algunos países de la Unión Europea, normalmente tendentes a una mayor transparencia acerca de quienes tienen derecho de voto y como los ejercitan.

En general, se producen estas situaciones de voto vacío cuando, en las sociedades cotizadas, el accionista vende sus acciones entre el momento en que se convocó la junta hasta que la misma se celebra⁷, por la existencia de derivados del tipo de contratos por diferencias o de *equity swaps*, que supongan que hay una parte, el accionista, que no se va a ver afectado por los resultados económicos que puedan derivarse de lo que se decida en la junta general, ya que está cubierta tanto en las oscilaciones de valor como en la distribución de dividendos, riesgos que traspasa a la contraparte, mientras que recibe unas cantidades fijas o prefijadas de otra forma que en nada se vea

⁵ Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores están admitidos a cotización en un mercado regulado modificada en 2008, luego dos veces en 2010 y de nuevo modificada por la Directiva 2013/50/UE de 22 de octubre de 2013.

⁶ Reglamento (UE) nº 236/2012 del P.E. y del C., de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.

⁷ En el caso del Derecho español, a la vista de lo que disponen los artículos 179.3, 186, 522 y 523 de la Ley de Sociedades de Capital, en relación con el artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores, último párrafo, que aunque no ha sido desarrollado reglamentariamente, se ha convertido en innecesario, por lo que ahora dispone el artículo 496 de la Ley de Sociedades de Capital, que obliga a que las acciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial se representen necesariamente por medio de anotaciones en cuenta, no será fácil que exista una gran separación entre el momento de convocatoria de la junta y de registro como socios para la asistencia, y el de celebración de la junta, que permita realmente una venta masiva de valores, que puedan alterar el voto, teniendo además en cuenta que este registro no siempre será necesario si los estatutos no lo establecen. Por otra parte, el hecho de que las delegaciones de voto tengan que ser con instrucciones, y existan tantas restricciones a la solicitud pública de representación, hacen que, por esta vía, sea difícil que se produzca realmente una situación manifiesta de voto vacío en España.

afectada por las oscilaciones de valor o el importe de los dividendos de la sociedad, o, en último lugar, cuando se produce una situación de préstamo de valores, que constituye la transmisión de todos los derechos a favor del prestatario, mientras dura el préstamo, y que pueden suponer efectivamente que el prestatario pueda llevar a cabo actuaciones, en cuanto al voto, que intenten disminuir el valor de las acciones para que, cuando las tenga que devolver al prestamista, su coste sea inferior.

Como se ve, los problemas del voto vacío que se han detectado en la práctica anglosajona lo son siempre con relación a sociedades cotizadas, que en España deben ser necesariamente sociedades anónimas⁸.

II. Las participaciones de voto plural y las participaciones sin voto.

Ha sido un elemento tradicional en el Derecho español el hacer equivaler los derechos de voto a los derechos patrimoniales, de tal manera que el voto ha sido proporcional a la propiedad del capital, y así, en la vigente Ley de Sociedades de Capital (art. 188.2) se establece que en la sociedad anónima no es válida la creación de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, aunque permite limitaciones al número máximo de votos que pueden ejercitarse por un mismo accionista o sociedades de su grupo, que quedan sin efecto en los supuestos de OPA, en los términos que establece el art. 127 de la propia Ley de Sociedades de Capital en lo que se refiere a sociedades anónimas cotizadas.

Sin embargo, en las sociedades de responsabilidad limitada esto no es así. El art. 188.1 de la Ley de Sociedades de Capital establece que “en las sociedades de responsabilidad limitada, salvo disposición contraria de los estatutos sociales, cada participación social concede a su titular el derecho a emitir un voto”, de donde se deduce que los estatutos sociales pueden atribuir varios votos a una misma participación, o dicho de otra manera, caben las participaciones de voto plural. Del mismo modo, las sociedades de responsabilidad limitada (igual que las anónimas en que las acciones sin voto pueden alcanzar esa misma proporción) pueden tener, hasta la mitad, su capital representado por medio de participaciones sociales sin derecho a voto.

Así pues, en el ámbito de las sociedades limitadas, la Ley ha consagrado el principio de que no es preciso que exista proporcionalidad entre el capital y el voto, especialmente cuando establece la posibilidad de existencia de participaciones de voto plural (o participaciones de voto reducido, que tanto da). Las participaciones sin voto, en realidad son una cuestión anecdótica, igual que las acciones sin voto, a estos efectos, por cuanto se trata más de una deuda especial, subordinada y perpetua, que de auténtico capital, convirtiendo a sus propietarios en un tipo especial de acreedores, al menos desde un punto de vista económico, aunque societariamente sean sin duda socios, que eventualmente pueden incluso recuperar los derechos de voto.

Por tanto, hay un primer supuesto, en el cual, , cabe que exista una falta de correlación entre los derechos de voto y las consecuencias patrimoniales del ejercicio de ese derecho, en una situación que consagra la Ley como legítima, pero que sin duda produce ese desacoplamiento o desviación entre derechos de voto y derechos patrimoniales.

⁸ Art. 495.1 LSC.

Ciertamente, como en las sociedades de responsabilidad limitada existen derechos de adquisición preferente establecidos por la Ley (art. 107 de la Ley de Sociedades de Capital) no parece que sea posible que se produzca esa diferencia o ese vacío entre la fecha de convocatoria de la junta y la fecha de su celebración por razón de una venta intermedia que no sea conocida por la propia sociedad, por cuanto hasta que no se hayan transmitido las participaciones conforme al régimen legal o estatutariamente establecido, la transmisión no se entiende hecha y no, produce efecto alguno frente a la sociedad (art. 112 de la Ley de Sociedades de Capital). Así pues, éste no es uno de los supuestos en los que parece en que podría producirse un desajuste temporal que provocase una separación entre el derecho de voto y las consecuencias patrimoniales de su ejercicio.

Por último, del mismo modo que en las acciones de las sociedades anónimas, también el capital de las sociedades de responsabilidad limitada pueden ser objeto de un *equity swap*, sin bien con una valoración de las obligaciones de las partes más complicada, ya que, al no tratarse de un capital cotizado con precios objetivos, la determinación de las obligaciones de pago de las partes es más difícil, pero no imposible, pues puede referirse al valor teórico contable, o a un múltiplo sobre los beneficios de un ejercicio social o cualquier otra manera de valorar el capital de una sociedad limitada que, tomando en consideración valoraciones objetivas, no se vincule al precio de un mercado secundario, contra el pago de cantidades establecidas en función de, por ejemplo, tipos de interés y un importe nominal de referencia como valor sustantivo respecto del que se calcularían las oscilaciones del valor del capital social. Así pues, también cabría posibilidad de vaciar el voto por medio de la contratación de este tipo de instrumentos financieros derivados, pues el socio que celebrara este tipo de contratos mantendría la posibilidad de votar, pero no quedaría afectado por las eventuales decisiones que se tomarán por la sociedad, al menos de forma directa.

III. Los derivados financieros.

Como se ha visto, una de las fórmulas para vaciar de voto unas participaciones en una sociedad limitada sería la celebración de derivados de carácter financiero, que por la propia naturaleza de estas sociedades serían más bien *equity swaps* que otro tipo de derivado, aunque, la versatilidad de éstos, permitiría prácticamente estructurar cualquier eventual operación mediante la contratación de cualquier derivado en el que se tomara como referencia el valor del capital social como uno de los elementos determinantes de la cuantificación de las obligaciones económicas de una de las partes, pero a la vez que supondría que una de ellas, el socio, dejará de tener especial interés económico, al menos durante el espacio temporal cubierto por el derivado⁹.

No cabe equiparar a los derivados que puedan celebrarse sobre el capital, aunque sean derivados del tipo *equity* con transmisiones de la propiedad, porque no lo son; El socio sigue siendo socio, si bien es verdad que al ejercitar sus derechos de voto, estará mucho menos preocupado por la cuestiones patrimoniales de la sociedad, en la medida que esté cubierto frente a ellas, y será riesgo de su contraparte el cubrir esta eventualidad, por ejemplo mediante pactos que obliguen al socio a seguir determinadas instrucciones de voto, que le dará precisamente su contraparte; pero siempre podrá no seguirlas, en cuyo caso estará incumpliendo un contrato, con las consecuencias que de tal

⁹ Sobre esta cuestión, puede verse la reciente y completa monografía de A.F. Muñoz Pérez, “Los derivados financieros *equity* y el gobierno corporativo de las sociedades”, Editorial Marcial Pons, Madrid 2013, especialmente las págs. 131 a 173, si bien, como es lógico, referido a las sociedades anónimas cotizadas, con un estudio de los casos más relevantes producidos en el mercado anglosajón.

incumplimiento se deriven, en cuanto a la resolución y posible obligación de indemnizar, pero desde el punto de vista societario no habrá cometido infracción alguna y habrá ejercitado sus derechos de voto, como socio, válidamente.

El problema en estas circunstancias es, fundamentalmente, que la sociedad no conoce esta situación, y cabe preguntarse si el socio, tiene alguna obligación para con el resto de los socios o para con la sociedad en el sentido de advertir o manifestar que ha celebrado este tipo de contratos. Lo cierto es que, salvo previsión estatutaria, la legislación de sociedades de capital no impone una obligación de este tipo. El socio sólo está obligado a aportar su capital y, eventualmente, si existen prestaciones accesorias vinculadas a sus participaciones sociales, a cumplirlas, pero nada más; por tanto, no le es exigible ni la revelación de este contrato ni votar de forma distinta a la que entienda más conveniente, como socio, en sus relaciones con la sociedad, naturalmente salvando cualquier tipo de actuación dolosa que tenga como última finalidad perjudicar a la sociedad o al resto de los socios. Así, cuando se examinan los artículos 350 a 352 de la Ley de Sociedades de Capital, que tratan de la exclusión de socios en la sociedades de responsabilidad limitada, sólo existen como causas de exclusión el incumplimiento voluntario de la obligaciones vinculadas a las prestaciones accesorias o, para los socios administradores, la prohibición de competencia o la condena a indemnizar a la sociedad por daños y perjuicios por actos contrarios a la Ley de sociedades de capital, a los estatutos o realizados sin la debida diligencia. No tratándose de un socio con prestaciones accesorias ni de un socio administrador, nada más le es exigible, de nuevo salvo que los estatutos establezcan otra cosa. Incluso aunque se aplicarán, por reunirse los requisitos subjetivos y objetivos allí establecidos, las obligaciones de compensación o de registro previstas en el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativa a los derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y los registros de operaciones y sus normas de desarrollo, s en los diversos reglamentos de ejecución y delegados publicados hasta el momento, y si se acaba aprobando, en el denominado reglamento MIFIR¹⁰, la información existente en las cámaras de contrapartida central o en los *trades repositories* (que se han traducido como “almacenes de registro de operaciones”) no estará disponible para el público en general, sino fundamentalmente para las entidades supervisoras, por lo que la sociedad limitada o sus socios no tendrán posibilidad de conocerla.

En consecuencia, cuando el vaciamiento del voto se produzca por razón de la celebración de un contrato de derivados, no habrá más transparencia que la que se derive de la publicidad que las partes voluntariamente quieran llevar a cabo, que lo normal será que tienda a ser ninguna.

IV. El Voto vacío y las sociedades de responsabilidad limitada.

Como se ha visto, normalmente las críticas a la utilización del voto vacío no vienen de su propia existencia como tal, que en muchos casos es inevitable que se produzca por razón de las operaciones contractuales subyacentes, sino por el mal uso que puede hacerse de esta circunstancia para tratar

¹⁰ Por el momento es una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el reglamento relativo de los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

de obtener ventajas a favor de quien, sin ser realmente socio, tiene intereses económicos que puede favorecer en perjuicio de los intereses sociales, por medio de la utilización de ese exceso de derechos de voto que por razón de la relación contractual subyacente, o de las circunstancias derivadas de la misma tiene conferidos.¹¹

Lo cierto es que, como la literatura se encarga de reiterar, los riesgos del voto vacío se plantean sobre todo con relación a sociedades cotizadas¹². En este sentido, la existencia del voto vacío, por sí misma, ni siquiera es percibida unánimemente como perjudicial por la doctrina norteamericana, en la que se producen algunas posiciones enfrentadas entre quienes sostienen que es siempre rechazable y los que entienden que en muchas ocasiones sirve para favorecer la adopción del voto en las juntas por quienes están mejor informados, lo que en sí mismo no es perjudicial, sino más bien beneficioso¹³. Lo que es incorrecto es esa utilización indebida, normalmente para beneficiarse de una posición corta, es decir una en la que tiene que entregar títulos que ha vendido sin poseer, o para obtener algún tipo de ventaja en operaciones societarias de modificación estructural, tales como fusiones, en las que según cual sea la ecuación de canje quien tenga posiciones largas o cortas puede tener consecuencias patrimoniales favorables o desfavorables.

En el mundo de las sociedades limitadas, cuyas participaciones por definición no están sujetas a oscilaciones en precios, porque no pueden negociarse en ningún tipo de mercado organizado, sea secundario oficial o simplemente sistema multilateral de negociación, y, además al estar las participaciones sociales sujetas, a eventuales restricciones estatutarias, y en todo caso a las siempre presentes restricciones legales a su libre transmisibilidad, no cabe que se produzca estas situaciones de voto vacío por razón de compraventas efectuadas entre la fecha de convocatoria y la celebración de junta de socios, pero ya hemos visto que sí que cabe que exista un voto vacío de origen, en el sentido de que existan socios con votos múltiples asociados a sus participaciones, respecto de los cuales las consecuencias económicas de determinadas decisiones societarias van a tener unas consecuencias patrimoniales que no se corresponden proporcionalmente con su participación en el capital, por existir esta disociación o desajuste entre patrimonio y derechos de voto. Bien es verdad

¹¹ Es por ello que la asociación de *Hedge Funds* adoptó en 2008 un código de conducta, denominado *HFSB Standards*, cuyo párrafo 28 establece expresamente que la gestora de un fondo de inversión alternativo no debe tomar en préstamos valores con la única finalidad de votar.

¹² A.F. Muñoz Pérez, *op. cit.*, págs. 198 y ss., L. Fernández del Pozo “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío” (*empty voting*)”, partes I y II (págs. 619 y ss. y 657 y ss. respectivamente, o A. Alonso Ureba y A. Roncero Sánchez “Sobre la admisibilidad en derecho español vigente de las operaciones de captación de voto de accionistas en sociedades cotizadas: solicitud de representación, derivados financieros y compra de votos”, págs. 697 y ss. ambos trabajos en “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”, VV.AA., Editorial Civitas, 2013, C. Alonso Eresma y A. Alonso Ureba (Directores).

¹³ Sobre esta cuestión, aunque los autores en este punto parecen mantenerse imparciales, y contiene sustancialmente un análisis puramente económico mediante formulación matemática de las consecuencias de las distintas posibilidades y consecuencias derivadas del voto vacío, véase “*Empty voting and the efficiency of corporate governance*”, A. Brav y R. D. Mathews, en *Journal of Financial Economics*, número 99 (2011), pág. 2; también “*Hedge Fund activism*” A. Brav, W. Jiang y H. King, en “*Research handbook on hedge funds, private equity and alternative investments*”, 2012, P. Athanassiou (Director).

que se trata de una situación distinta de la que se contempla tradicionalmente en el voto vacío, ya que, por definición, el voto vacío tiene una vocación temporal, es decir, quien obtiene más derechos de voto de los que patrimonialmente le corresponden no los pretende tener de forma indefinida, sino sólo en determinados momentos especiales en que la sociedad ha de adoptar decisiones que pueden favorecerle o perjudicarlo. El socio de una sociedad limitada con participaciones de voto plural, tiene esa vocación de permanencia en el voto múltiple, es un socio que precisamente ha suscrito esas participaciones, que normalmente serán o bien más caras, por exigir algún tipo de prima en el momento de la suscripción o bien mayor precio en su compra posterior, porque dan un mayor control sobre la sociedad, o bien tienen menos derechos económicos por ser el resto de las participaciones privilegiadas desde el punto de vista económico para compensar esta diferencia en los derechos de voto, y esa situación, pretende mantenerse en el tiempo porque el socio con voto plural tiene interés en participar de forma más intensa en la toma de decisiones sociales, por diversos motivos. Pensemos, por ejemplo, en algún tipo de sociedad que vincule a un principal (fabricante o mayorista) y al distribuidor de determinados bienes, en que el principal quiere tener el control para evitar que se tomen determinadas decisiones que podrían perjudicar la distribución de los bienes que él produce o distribuye al por mayor, pero no tiene especial interés en quedarse con mayor retribución económica sino que ésta la difiere a los socios que, o bien han puesto más capital o bien tienen la gestión diaria de las actividades de distribución como tales. Aquí el socio con voto plural no tiene interés en perjudicar a la sociedad, al contrario, las decisiones que adopte normalmente no van a tener una finalidad de obtener un mayor rendimiento económico para él sino de proteger que las actividades sociales no se desvíen de las que originalmente se planearon cuando la sociedad se constituyó.

Así, aunque puede darse un cierto voto vacío, nunca será un voto oculto¹⁴, . Aquí, el socio con voto plural siempre tiene una situación transparente, tiene más votos porque así lo establecen los estatutos, conocidos por todos los socios.

Cuestión distinta es la posibilidad de que exista un socio en cubierto en cuanto a las consecuencias económicas porque ha celebrado un contrato de derivados, que necesariamente deberá de ser liquidable por diferencias y no por entregas, pero que puede cubrir económicamente y lograr el mismo resultado de eliminar riesgo de rendimiento o de valoración de su participación en su capital social, con un tercero que sí tiene determinados intereses, sobre todo en materia de modificaciones estructurales de una sociedad limitada ya que, al no existir cotizaciones, es más difícil que tenga intereses referidos a valoración o precio de capital; también puede tenerlos, sin embargo, en lo que se refiere a los dividendos. Pues bien, si se da esta situación, será muy similar a la que se da de una sociedad cotizada en la que existe un voto oculto. Y también, como en aquella circunstancia, podrá producirse la consecuencia negativa de que quien ejerce el voto tenga unos intereses distintos a los

¹⁴ A veces el voto vacío se le denomina en la literatura norteamericana hidden voting o hidden ownership reflejando una cierta intención de ocultar la realidad de la situación jurídica de quien ejercita esos derechos de voto por encima de su participación en el capital). Sin embargo, voto vacío y voto oculto no son lo mismo, de tal manera que la situación de voto vacío puede ser conocida, en cuyo caso no existe ocultación alguna.

de la sociedad o al resto de los socios, especialmente, si quien votó no es tanto el socio que ha celebrado el contrato, sino la contraparte, siempre naturalmente a través del socio, ya que no podrá aparecer en la junta de socios como titular de los derechos de voto. También cabe una cierta situación de voto vacío cuando exista una prenda sobre las participaciones sociales y los derechos de voto se hayan conferido, en este caso, al acreedor pignoraticio, que ejercerá sus derechos de voto para cubrir sus intereses, y no los de la sociedad, por ejemplo, votando a favor de una mayor distribución de dividendos o en contra, según estos puedan utilizarse para amortizar el crédito garantizado o no. Bien es verdad, no obstante, que en este caso habrá ocultación, ya que para que sea plenamente efectivo frente a la sociedad ese derecho de prenda, que le permita al acreedor ejercer el derecho de voto, deberá estar inscrito en el libro de socios.

V. Soluciones frente al uso indebido del *empty voting*.

En realidad, las soluciones que puede haber frente a una utilización inadecuada del voto vacío son las mismas en el ámbito de las sociedades limitadas que las que se suelen proponer en el de las sociedades anónimas cotizadas, aunque en algunos casos no hay solución posible, ya que es una circunstancia querida por la ley, cual es el supuesto de las participaciones de voto plural en la que si se actúa en detrimento de los intereses de la sociedad o del resto de los socios para favorecer al propio socio que tiene esos derechos de voto plural o a un tercero podrían ejercitarse acciones de responsabilidad, en la medida que el socio fuera a la vez administrador, pero nada más, al menos en el ámbito civil, ya que en el ámbito penal cabría, quizá, y en los supuestos que se estuvieran imponiendo acuerdos abusivos, prevaleciendo de esa situación mayoritaria, que se estuviera cometiendo un delito societario de los contemplados en el artículo 291 del Código Penal, pero será difícil reunir todas las circunstancias del tipo por el mero hecho de tomar decisiones societarias que, si no perjudican a la sociedad, aunque benefician los intereses de un socio, difícilmente podrán incluirse en ese precepto penal.

Y en este sentido, todas las soluciones se dirigen a exigir una mayor transparencia, que en el caso de las sociedades limitadas se limitaría los supuestos en los que existan instrumentos financieros derivados que puedan alterar la correlación entre los derechos de propiedad y los de voto, pues ya se ha visto que en los demás casos (existencia de participación de voto plural o, incluso, situaciones de derechos reales de garantía que trasladen el voto al acreedor pignoraticio) la sociedad, y por tanto los socios, conocerán perfectamente o estarán en condiciones de conocer, esta circunstancia¹⁵. Sin embargo, se suele rechazar por la doctrina la limitación de los derechos de voto o las obligaciones de evitar o declarar los conflictos de interés por parte de los socios cuando no son administradores¹⁶. Es cierto que, en materia de sociedades limitadas, donde, a diferencia de una sociedad cotizada, en la que habitualmente hay múltiples socios de los cuales, a su vez, muchos pueden estar afectados por

¹⁵ Vid A. F. Muñoz Pérez, *op. cit.*, págs. 239 y ss.

¹⁶ Vid A. F. Muñoz Pérez, págs. 198 y ss., si bien esta autora plantea la posibilidad de añadir a las medidas de transparencia, alguna adicional relativa al control, en los supuestos en que exista un interés económico negativo.

una situación de voto vacío, quizás fuera más fácil la introducción de obligaciones estatutarias al tratarse de sociedades con un número de socios que suele ser relativamente pequeño, que evitara, al menos desde el punto de vista del resto de los socios, que se utilizara una apariencia, aunque no que finalmente se tomaran los acuerdos en la forma que fuese, es decir que se hiciera valer los derechos de voto aunque se tengan de esta manera “vacía”, a efectos de potenciales impugnaciones por ser contrarios a los estatutos o interés social¹⁷.

En resumen, la problemática del voto vacío puede también presentarse en las sociedades limitadas, donde la propia legislación prevé la posibilidad de desequilibrio entre participación en el capital y derechos de voto, situación que al estar permitida por la legislación aplicable a este tipo social no puede dar lugar a limitación alguna, salvo las que pudieran derivarse de la comisión de delitos societarios. En aquellos casos, fundamentalmente cuando la contratación de derivados puede generar la situación de voto vacío, no hay remedio legal disponible, por el momento, por lo que las eventuales limitaciones a esta situación deberían venir de una mayor transparencia, que hoy sólo es posible por pacto estatutario, para evitar que el voto vacío a la vez sea oculto.

¹⁷ Siempre con relación a sociedades cotizadas, pero de forma que se podría extrapolar a las sociedades limitadas, en lo que a cuestiones de transparencia se refiere, véase L. Fernández del Pozo, “Los problemas societarios...”, parte II, págs. 672 y ss., y M. S. Flores Doña, “La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados”, págs. 742 a 750, en “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”, *op. cit.*